

中新赛克

002912.SZ

审慎增持 (首次)

网络可视化龙头，成长新起点

2019年06月20日

市场数据

市场数据日期	2019-06-19
收盘价(元)	89.50
总股本(百万股)	106.72
流通股本(百万股)	50.86
总市值(百万元)	9551.44
流通市值(百万元)	4552.18
净资产(百万元)	1287.66
总资产(百万元)	2022.87
每股净资产	12.07

相关报告

分析师:

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

孙乾

sunqian@xyzq.com.cn

S0190518110001

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	691	939	1262	1724
同比增长	38.8%	35.9%	34.4%	36.6%
净利润(百万元)	205	280	384	526
同比增长	54.7%	36.8%	37.1%	36.9%
毛利率	78.7%	79.9%	80.3%	80.6%
净利率	29.6%	29.8%	30.4%	30.5%
净资产收益率(%)	15.8%	18.6%	21.4%	24.0%
每股收益(元)	1.92	2.62	3.60	4.93
每股经营现金流(元)	2.12	4.61	3.96	5.29

投资要点

- **网络可视化龙头，高研发投入高盈利水平。**公司是前中兴通讯子公司中兴特种，上市后控股股东为深创投，管理层持股比例为 16.19%。作为网络可视化龙头企业，研发投入占营收比例维持在 25% 左右，产品毛利率在 80% 左右，净利率 30% 左右，近两年营收和利润均实现 40% 左右的高增速，成长性良好。
- **前端设备：从 4G 到 5G，从 100G 到 400G。**公司前端移动网和宽带网业务处在产业链顶端，公司营收规模和毛利率均处行列，龙头地位稳固。前端市场发展的核心驱动一方面来自于国家对网络信息安全重视程度的增加带来设备渗透率的提升，另一方面来自于网络流量的持续扩张带来相关设备的同步扩容及升级的新增市场需求。移动网业务有望受 5G 驱动进入新一轮景气周期，宽带网业务将受益于 100GOTN 朝 400GOTN 的升级，前端业务有望加速增长。
- **后端设备：更广阔蓝海市场，产品布局完备。**公司依托前端市场优势，切入网络内容安全产品和大数据运营产品等更广阔的后端市场。目前公司产品线已较为完善，后端业务 2018 年实现翻倍以上增长，销售渠道海外拓展已入正轨，国内市场发力初露头角。借助于公司前后端产品协同，公司后端产品已具备一定优势，未来占比有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测公司 2019-2021 年归属母公司净利润为 2.80/3.84/5.26 亿元，给予“审慎增持”评级。

风险提示：业绩不及预期的风险、市场竞争加剧风险、政策变动的风险。



目 录

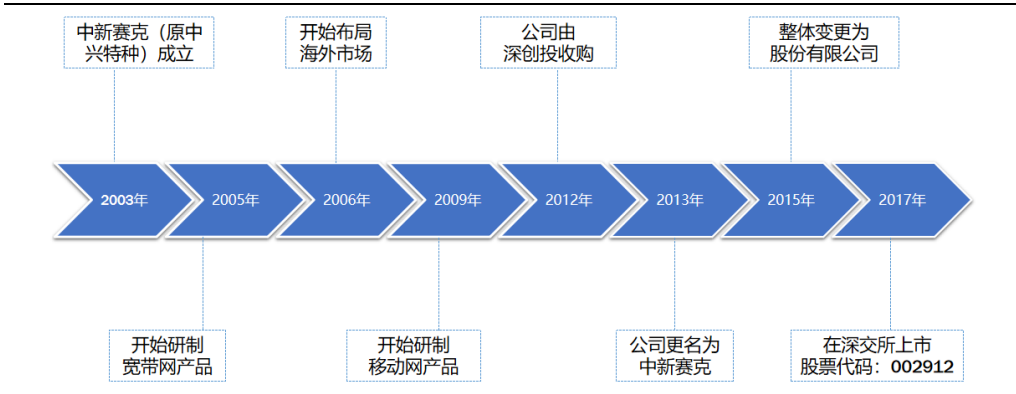
一、网络可视化龙头，高研发投入高盈利水平	- 3 -
1.1 网络可视化龙头，拥有一站式产品解决方案能力	- 3 -
1.2 源于中兴通讯，国资控股、管理层持股比例较高	- 4 -
1.3 业绩持续较快增长，高研发投入铸就高盈利水平	- 6 -
二、前端设备：从 4G 到 5G，从 100G 到 400G	- 7 -
2.1 站在产业链顶端的龙头，收入规模、利润率领先	- 7 -
2.2 从 4G 到 5G，移动网产品将进入新一轮景气周期	- 10 -
2.3 从 100G 到 400G，宽带网产品市场有望加速扩张	- 12 -
三、后端设备：更广阔蓝海市场，产品布局完备	- 14 -
3.1 后端设备市场 4 倍于前端设备，成长空间更广阔	- 15 -
3.2 产品布局已经较为完备，正成为公司增长新引擎	- 15 -
3.3 海外市场拓展已入正轨，国内市场发力初崭头角	- 18 -
四、盈利预测与投资建议	- 20 -
五、风险提示	- 21 -
图 1、中新赛克发展历程	- 3 -
图 2、中新赛克产品布局	- 3 -
图 3、2018 年中新赛克主营产品收入占比	- 4 -
图 4、中新赛克上市公司股权结构	- 5 -
图 5、核心子公司与孙公司情况	- 6 -
图 6、2014-2018 年公司业绩增长情况	- 6 -
图 7、2014-2018 年毛利率及费用率情况(%)	- 7 -
图 8、网络可视化产业链及代表企业	- 9 -
图 9、行业典型公司营收对比	- 10 -
图 10、行业典型公司毛利率对比	- 10 -
图 11、2014-2019Q1 我国移动互联网流量及增速	- 11 -
图 12、2013-2018 移动网产品营收及增速	- 11 -
图 13、2013-2018 移动网产品毛利率	- 11 -
图 14、公司移动网产品驱动因素和面向市场	- 12 -
图 15、2013-2018 宽带网产品营收及增长率	- 13 -
图 16、2013-2018 宽带网产品毛利率	- 13 -
图 17、2013-2018 年互联网宽带接入端口发展情况	- 13 -
图 18、公司宽带网产品驱动因素和面向市场	- 14 -
图 19、网络可视化市场前后端占比预测	- 15 -
图 20、网络内容安全大数据平台	- 16 -
图 21、中新赛克数据可视化产业链布局	- 18 -
图 22、网络内容安全业务发展概况	- 18 -
图 23、2013-2018 公司海外销售收入及增长率	- 19 -
表 1、网络信息安全领域相关政策	- 7 -
表 2、四家公司简介	- 9 -
表 3、移动网产品	- 10 -
表 4、宽带网产品	- 12 -
表 5、网络内容安全产品	- 15 -
表 6、大数据运营产品	- 17 -
表 7、公司盈利预测结果	- 20 -
附表	- 22 -

一、网络可视化龙头，高研发投入高盈利水平

1.1 网络可视化龙头，拥有一站式产品解决方案能力

中新赛克成立于 2003 年，前身是中兴通讯子公司中兴特种。2012 年 10 月公司由深创投收购。2017 年 11 月，公司在深交所挂牌上市。目前，公司已经成长为网络可视化行业的龙头，拥有一站式产品解决方案能力。

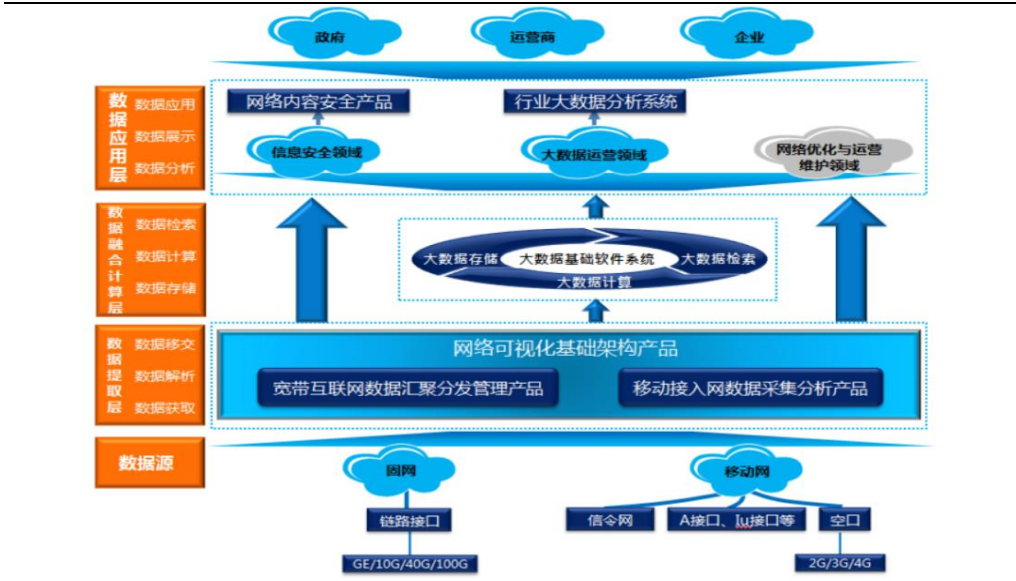
图 1、中新赛克发展历程



资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

公司核心产品主要分为三大类：网络可视化基础架构产品（包括宽带网产品、移动网产品）、网络内容安全产品、大数据运营产品。公司的产品主要面向政府部门、运营商等领域，典型客户包括中国移动、国家互联网应急中心等。

图 2、中新赛克产品布局



资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

宽带网产品：用于固网的流量分析，功能是对固网的原始数据获取、分层解析、

按需筛选、快速移交。公司从单端口 GE、10G、40G 发展到了 100G 端口的单板，目前已经研发支持 400G 端口的单板，积极参加 5G 网络的宽带网产品标准规范研讨，保持技术领先。

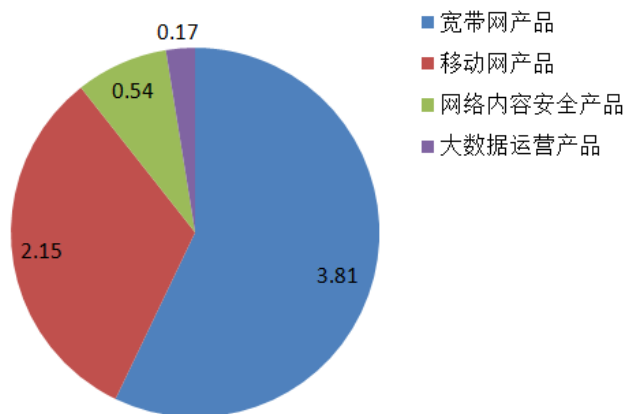
移动网产品：用于移动网流量分析，对移动网数据进行数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交。目前已经形成 2G、3G、4G 等制式产品，可进一步细分为集中式、固定式、移动式。

网络内容安全产品：采用协议识别和内容深度智能分析等技术，提供全面精细的网页过滤、敏感信息监控、全程网络行为监管，实现动态、多层次的网络内容安全管理，达到净化网络环境、规范网络行为和维护国家安全的目的。

大数据运营产品：主要包括大数据基础软件系统、行业大数据分析系统和基于 ARM 存储硬件设备产品。大数据基础软件系统主要提供大数据核心引擎；行业大数据是基于大数据基础软件系统，面向行业的大数据运营系统；基于 ARM 存储硬件设备产品是海量存储的新一代存储硬件。

除此外，2018 年，公司面向工业互联网领域，推出了可以工业互联网安全事件、漏洞、重大损失等进行预警，并对安全事件溯源取证的**工业互联网安全产品**，并在相关省级政府部门及工业企业实现应用。

图 3、2018 年中新赛克主营产品收入占比



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 源于中兴通讯，国资控股、管理层持股比例较高

公司成立之后股权经历了一系列变更，成立之初，中兴通讯持股 54%，2012 年 10 月，中兴通讯退出股东名单，目前公司主要股东中包括了国资、产业资本、管理层，控股股东为深创投，实际控制人为深圳市国资委。国资控股使得公司具有较强的资源获取能力，管理层持股比例较高有助于公司更健康发展。

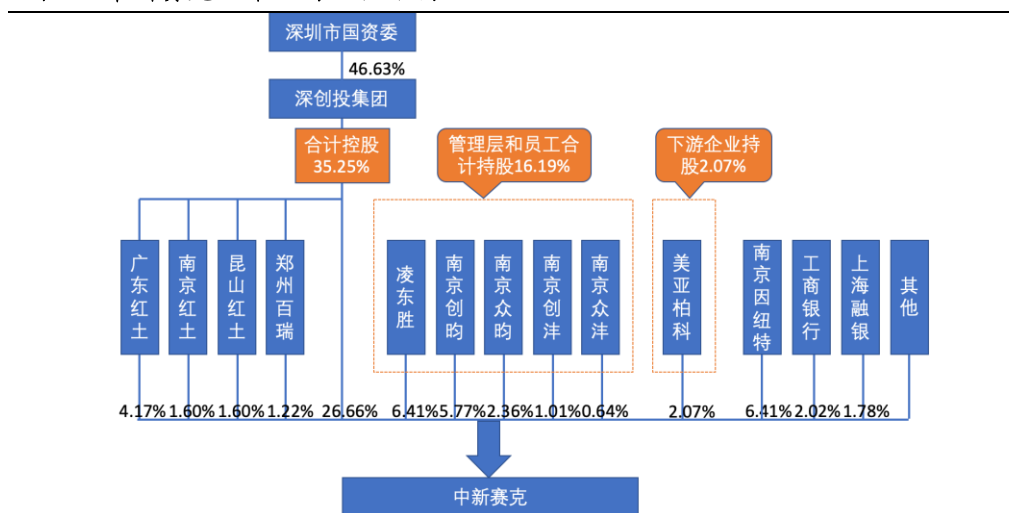
深创投：合计控股比例为 35.25%，其中直接持股比例 26.66%，通过广东红土、南京红土、昆山红土、郑州百瑞间接持有公司 8.59%的股权。深圳市国资委直接或间持有深创投 46.63%的股权，为上市公司的实际控制人。

产业资本：美亚柏科是中新赛克下游企业重要客户，向公司采购宽带网和移动网产品。上市之初持股 4.1%，目前持股 2.07%。其在 2017 年、2016 年均位居中新赛克的第 3 大客户（注：2018 年年报未公布前 5 大客户具体名字）。

管理层：总经理与其他员工合计持股比例为 16.19%，总经理凌东胜直接持股比例为 6.41%，四个员工持股平台南京创昀、南京众昀、南京创沣、南京众沣分别持股比例为 5.77%、2.36%、1.01%、0.64%。

公司管理层核心成员主要为原中兴通讯技术人员。其中，总经理凌东胜历任中兴通讯网络事业部 PSTN 项目经理/软件开发、ATM 产品总工/系统部部长、ATM 产品总经理、宽带网络产品总经理、IP 网络产品总经理及国际市场副总经理等职务，自 2006 年起担任公司总经理。

图 4、中新赛克上市公司股权结构



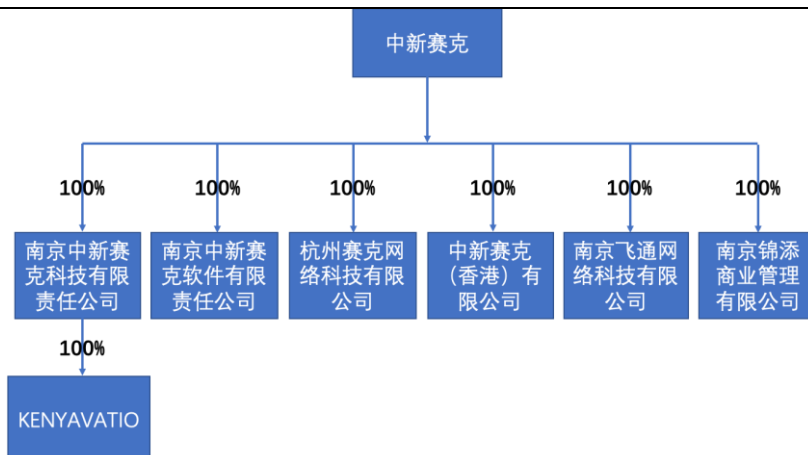
资料来源：公司 2019 年一季度报告、兴业证券经济与金融研究院整理

目前，上市公司旗下拥有六家全资控股子公司和一家孙公司。六家子公司分别为赛克科技、赛克软件、杭州赛克、中新赛克（香港）、南京飞通、南京锦添，一家孙公司为 KENYAVATIO。

其中，**赛克科技**为公司的主营业务核心主体，负责公司宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品和大数据运营产品等的研发、生产和销售。2017 年 11 月，赛克科技取得由国家保密局颁发的涉密信息系统集成甲级资质证书。**赛克软件**负责部分赛克科技生产的宽带网产品及移动网产品的对外经销与技术服务。**杭州赛克**的业务定位为新产品研发，主要聚焦于基于物联网的产品研发、生产及销售。**中新赛克（香港）**的业务定位为公司海外直营业务销售平台，负责网络内容安全产

品以及宽带网、移动网产品的海外直销业务。南京飞通、南京锦添在 2018 年底刚完成工商注册和银行开户，尚未开展实际业务。孙公司（也即赛克科技子公司）KENYAVATIO 的业务定位为东非地区的营销平台，包括肯尼亚、卢旺达、布隆迪等市场的售前和售后服务。

图 5、核心子公司与孙公司情况

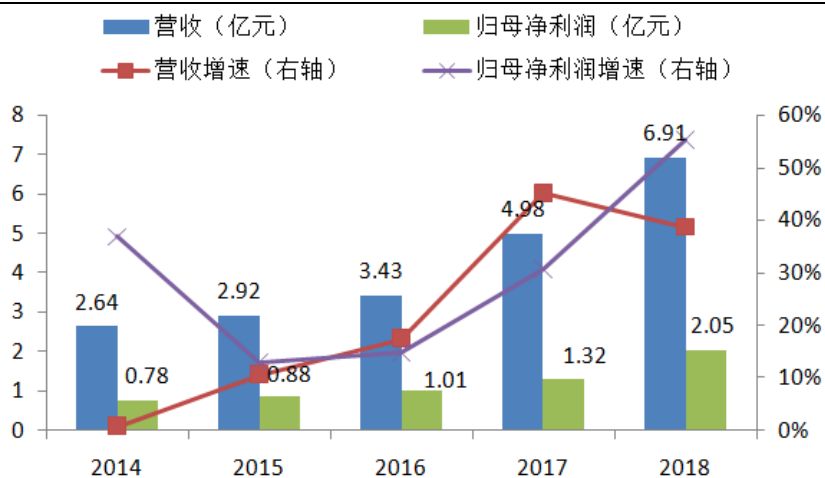


资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 业绩持续较快增长，高研发投入铸就高盈利水平

近年来，公司业绩稳健较快增长，特别是 2016 年以来发展较快。主要受益于数据流量的持续增长、协议和通信制式升级，政府在网络可视化市场采购力度加大，以及公司进一步加快国内外市场销售渠道建设。同时，公司在网络可视化基础架构产品（宽带网产品、移动网产品）之外的新产品领域的布局逐见成效，2018 年公司的网络内容安全产品、大数据运营产品爆发式增长，增速分别达到 133%、244%，有望成为公司新的业绩增长引擎。

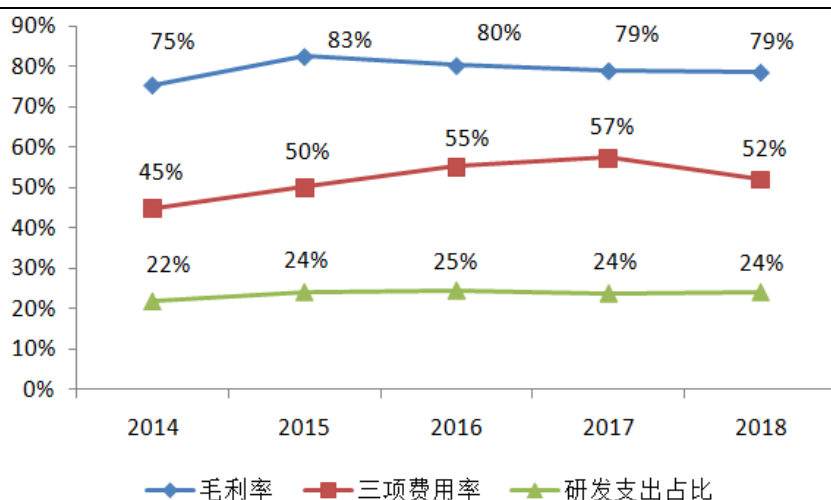
图 6、2014-2018 年公司业绩增长情况



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

公司通过持续的高研发投入保持较强的盈利能力。近年来，公司毛利率水平维持在 80% 左右，研发投入占营收的比例维持在 25% 左右，且研发投入全部进行费用化处理，资本化比例为 0%。公司持续的高研发投入有助于扩大公司在网络可视化领域的领先优势，并维持高毛利率水平。

图 7、2014-2018 年毛利率及费用率情况(%)



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

二、前端设备：从 4G 到 5G，从 100G 到 400G

公司主打产品为网络可视化基础架构产品，包括宽带网产品、移动网产品，均为依托网络流量的前端硬件产品，上述产品的核心功能是实现网络流量的原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交。无论从收入规模还是利润率来看，中新赛克的前端产品均位列行业前茅。前端市场发展的核心驱动一方面来自于网络流量的持续扩张带来相关设备的同步扩容及升级的新增市场需求，另一方面来自于国家对网络信息安全重视程度的增加带来设备渗透率的提升。目前均存在巨大的机遇。

2.1 站在产业链顶端的龙头，收入规模、利润率先导

网络可视化行业隶属于网络安全行业大类。近年来，政府正加大部署网络安全相关的投入，网络可视化设备的渗透率和密度有望持续提升。国家多个政府部门正协同配合，在标准制定、规划确立等方面加强网络管理工作，政策红利持续释放。同时由于该领域的市场以政府部门为主，因此政策的执行力较强，行业的长期成长的确性较高。

表 1、网络信息安全领域相关政策

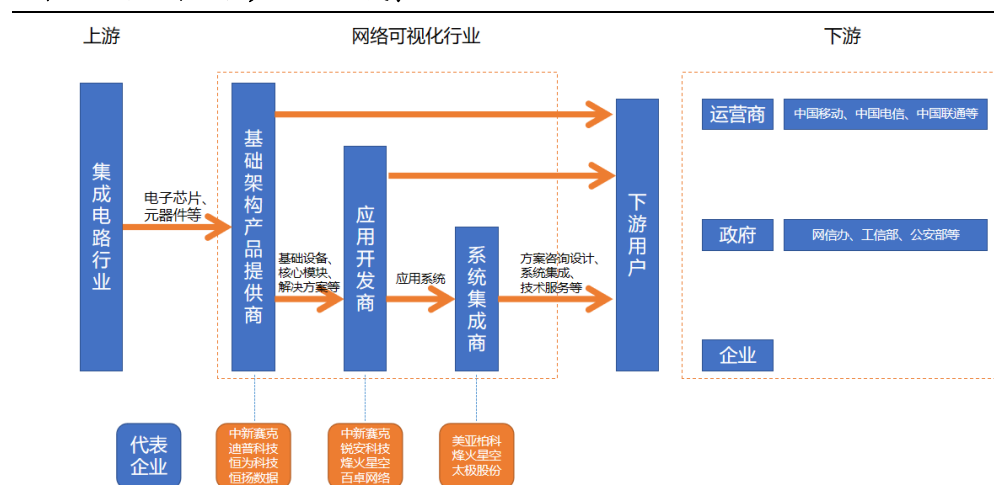
时间	部门	政策	相关表述
----	----	----	------

2015 年	全国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》	对政治安全、国土安全、军事安全、经济安全、信息安全等 11 个领域的国家安全任务进行了明确。
2016 年	全国人大	《网络安全法》	对新时期国家网络安全标准化工作提出了更高要求,为今后维护网络安全工作指明了方向。
2016 年	网信办	《国家网络空间安全战略》	明确指出网络空间是国家主权的新疆域,要建设与国际地位相称、与网络强国相适应的网络空间防护力量。重点强调加强党政军领域的信息安全防护投入,同时未来对关键信息基础设施施行先评估后使用”的方式等具体要求。
2017 年	工业和信息化部	《信息通信网络与信息安全规划 (2016-2020 年)》	从建立健全网络与信息安全法律法规制度、构建新型网络与信息安全治理体系、全面提升网络与信息安全技术保障水平、加快构建网络基础设施安全保障体系、大力强化网络数据和用户信息保护、深入推进行业信息安全监管、全面强化网络与信息安全应急和特殊通信管理、推动网络安全服务市场发展、持续提升网络安全国际影响力和话语权等方面进行了详细规划和说明。
2017 年	工业和信息化部	《关于清理规范互联网网络接入服务市场的通知》	加强经营许可和接入资源的管理,强化网络信息安全管理,对新申请 IDC/CDN 业务以及扩大业务范围的企业需要建设信息安全管理系统,落实网络信息安全需求。
2017 年	网信办	《互联网信息服务内容管理行政执法程序规定》	规范和保障互联网信息服务内容管理部门依法履行行政执法职责,正确实施行政处罚,保护公民、法人和其他组织的合法权益,促进互联网信息服务健康有序发展。
2017 年	工信部	《公共互联网网络安全突发事件应急预案》	要求部应急办和各省(自治区、直辖市)通信管理局应当及时汇总分析突发事件隐患和预警信息,发布预警信息时,应当包括预警级别、起始时间、可能的影响范围和造成的危害、应采取的防范措施、时限要求和发布机关等,并公布咨询电话。
2017 年	网信办	《国家网络安全事件应急预案》	建立健全国家网络安全事件应急工作机制,提高应对网络安全事件能力,预防和减少网络安全事件造成的损失和危害,保护公众利益,维护国家安全、公共安全和社会秩序。
2018 年	公安部	《公安机关互联网安全监督检查规定》	公安机关应当根据网络安全防范需要和网络安全风险隐患的具体情况,对互联网服务提供者和联网使用单位开展监督检查。

资料来源:工信部、网信办、国务院、全国人大、兴业证券经济与金融研究院整理

在网络可视化前端市场,中新赛克主要提供网络可视化基础架构硬件产品,即宽带网产品、移动网产品,处于利润率高的产业链上游。网络可视化前端产业链可以分为基础架构提供商、应用开发商、系统集成商。基础架构提供商主要为下游客户提供网络可视化的基础硬件设备、核心模块和解决方案,比如采集分流设备、分析处理平台、软件中间件和软件模块等。应用开发商主要为下游集成商提供完整的应用系统,专注于一类或多类网络可视化应用。系统集成商则直接面向整个行业的下游用户,如运营商、政府、企业、各细分行业用户等,提供方案咨询设计、系统集成和技术服务。

图 8、网络可视化产业链及代表企业



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

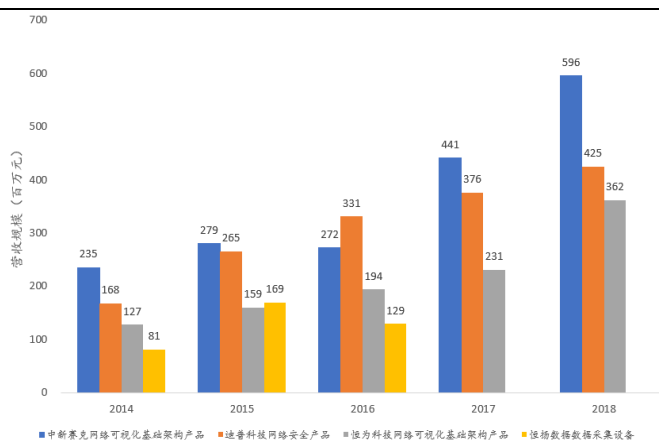
从竞争格局来看，中新赛克的收入规模和利润率水平均领先于其他基础架构提供商同行，龙头地位稳固。和中新赛克同为基础架构提供商的代表企业还包括迪普科技、恒为科技、恒扬科技等。对上述四家公司的同类型业务进行分析，选取中新赛克的网络可视化基础架构产品、恒为科技的网络可视化基础架构业务、迪普科技的网络安全产品、恒扬数据的数据采集设备进行对比：一方面，上述四家公司的毛利率水平均较高，说明网络可视化基础架构行业的竞争较为良性；另一方面，根据公开资料，中新赛克的营收、毛利率水平，均处于领先地位，龙头优势明显。

表 2、四家公司简介

公司名称	基本情况
中新赛克	中新赛克一直专注于数据提取、数据融合计算及其在信息安全等领域的应用，主营业务为网络可视化基础架构、网络内容安全等产品的研发、生产和销售，以及相关产品的安装、调试和培训等技术服务。公司主营产品包括宽带互联网数据汇聚分发管理产品、移动接入网数据采集分析产品和网络内容安全产品等。
迪普科技	迪普科技成立于 2008 年，总部位于杭州，在北京和杭州设有研发中心，主营业务包括网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品的研发、生产、销售以及为用户提供相关专业服务。
恒为科技	恒为科技成立于 2003 年，一直从事智能系统解决方案的研发、销售与服务，是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一，致力于为信息安全、无线网络、通信设备、电信增值业务、网络与信令监测、视频等领域提供业界领先的产品和解决方案。
恒扬数据	恒扬数据成立于 2003 年 11 月，2014 年 10 月在新三板挂牌，是业界领先的网络流量数据采集和分析产品及解决方案提供商。经过多年的发展，恒扬数据已经形成集技术研发、产品设计、平台应用、系统集成于一体的业务体系，致力于为政府部门、电信运营商、互联网信息安全服务商、网络应用交付服务商以及数据通信服务商等客户提供高性能的数据采集和分析产品及专业化系统集成服务。

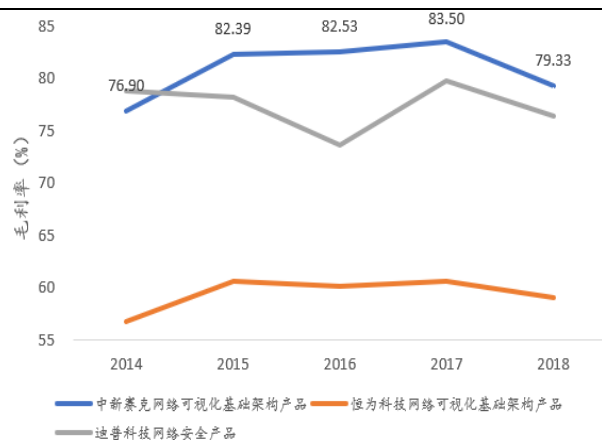
资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

图 9、行业典型公司营收对比



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、行业典型公司毛利率对比



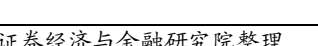
资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：在上述毛利率比较中，由于恒扬数据缺乏近两年数据，仅对其余三家公司毛利率进行对比。从毛利率水平来看，中新赛克毛利率较高主要源于两方面：一是公司主要客户为政府，且大多处于涉密领域，壁垒相对较高；二是公司直销比例较高。而恒为科技毛利率较低的主要原因是以经销为主，需要向经销商让利。但总体而言，三家公司的毛利率都处于较高水平，反映了行业较强的盈利能力。

2.2 从 4G 到 5G，移动网产品将进入新一轮景气周期

公司的移动网产品主要工作在网络层、传送层，专门用于移动网流量分析领域，目前按照部署位置有移动接入有线网数据采集分析产品和移动空口数据采集分析产品，支持 2G/3G/4G 制式。根据其产品形态和功能不同，移动网产品可进一步细分为集中式、固定式和移动式。

表 3、移动网产品

产品名称	细分产品	图示	区别
移动网	固定式		主要固定部署在室外。
	移动式		支持车载、拉杆箱和便携等移动部署模式。
	集中式		集中部署在移动接入有线网位置。

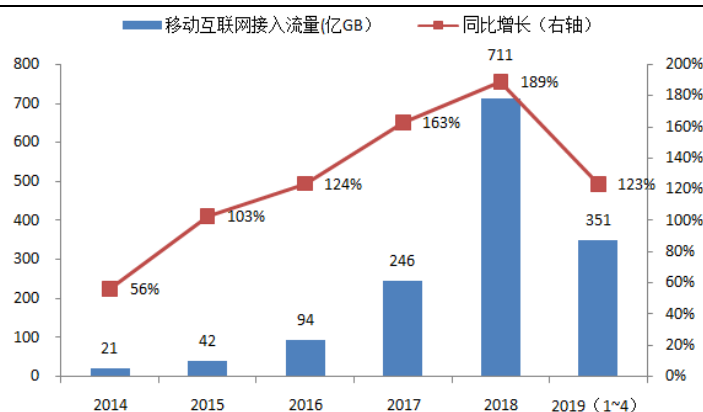
资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

移动网产品主要面向公安市场，大部分直销给地方公安局等单位。全国省、市、区县各单位均存在采购需求，市场存在一定的区域性。行业存在市场覆盖的区域较广、市场需求较多而金额较小的特点。由于公安机关近年对移动网络安全设施投入增长，公司适时加大公安市场拓展力度，并加强与建设单位的直接合作。

流量扩张及通信制式升级是拉动网络可视化设备更新换代需求的重要产业逻辑。移动网产品具备全制式、小型化、形态多样化、智能化的特点，公司不断推动移动网产品升级。根据 Wi-Fi、4G 等网络可视化市场需要和建设趋势，在现有产品基础上，升级优化尚未支持的 4G 制式、Wi-Fi 等移动网产品，实现 2G/3G/4G/5G/Wi-Fi 全制式移动网产品的完整覆盖。

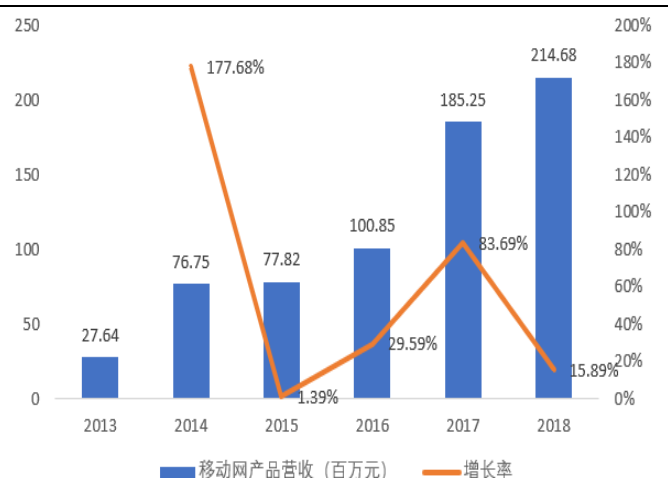
图 11、2014-2019Q1 我国移动互联网流量及增速



资料来源：工信部、兴业证券经济与金融研究院整理

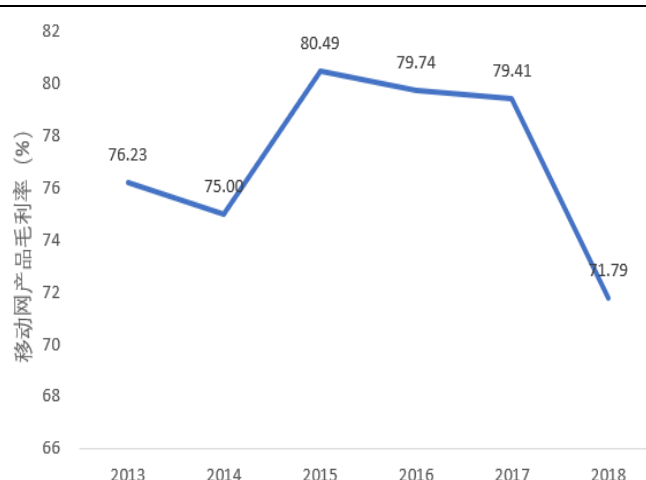
2018 年以来，随着 4G 网络的发展成熟，市场需求逐渐趋于饱和，行业竞争有所加剧。中新赛克移动网产品的收入增速和毛利率有所下降，成长性趋于稳健。

图 12、2013-2018 移动网产品营收及增速



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

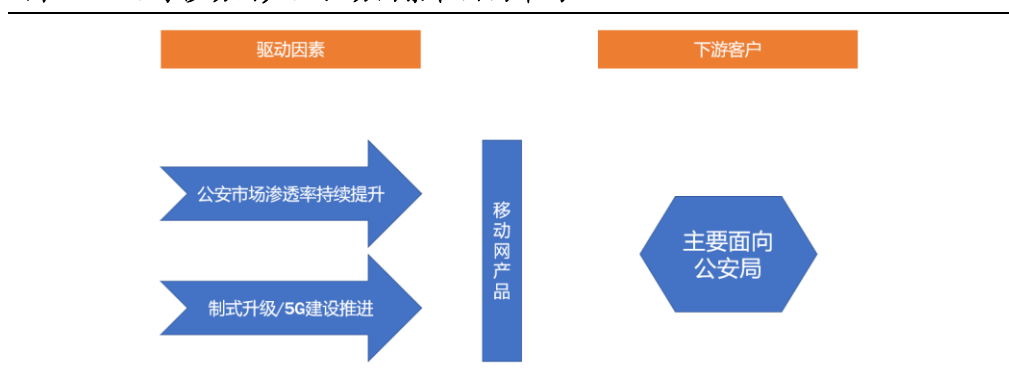
图 13、2013-2018 移动网产品毛利率



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2019年6月6日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放5G商用牌照，拉开了5G正式商用的大幕。根据目前的产业情况，预计未来5G速率可达100Mbps至1Gbps，连接数密度可达100万个/平方公里，流量密度可达10Mbps/平方米，同时传输时延可达毫秒量级，相比4G将产生质的飞跃。根据中国产业信息网预测数据，2020年全球5G连接数将达到1亿个左右，而到2025年将快速增长至11亿，覆盖全球34%的人口数量。同时，5G的通讯技术与4G相比，在可用频谱、调制编码标准等多方面存在较大区别，将给移动网产品带来明确的更新升级需求。随着5G商用的推广，随之而来的流量增长及技术升级将驱动公司移动网产品进入新一轮景气周期。

图 14、公司移动网产品驱动因素和面向市场



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 从100G到400G，宽带网产品市场有望加速扩张

宽带网产品又称网络分流器、流量采集器或者网络探针，通常工作在网络层、传送层，目前按端口类型有GE、10G、40G、100G等产品，公司正在研发400G新产品。根据产品形态和功能不同，宽带网产品可进一步细分为机架式、盒式和加速卡。宽带网产品广泛应用于政府相关市场、运营商和企业市场。

表 4、宽带网产品

产品名称	细分产品	图示	区别
宽带网	机架式		机架式产品包括机架式单板和机架式机框。机框有若干槽位，根据实际需求，插入相应类型单板，可不断提升设备容量，主要用于骨干网、大流量网络上，具备保证数据流完整性、流量灵活调度、负载均衡、多级QoS等特色功能。 本产品是一体化设备，固定容量和端口，用于小规模部署场合，可以灵活调度互联网流量，完成移动互联网信令关联分析及DPI等功能。
	盒式		



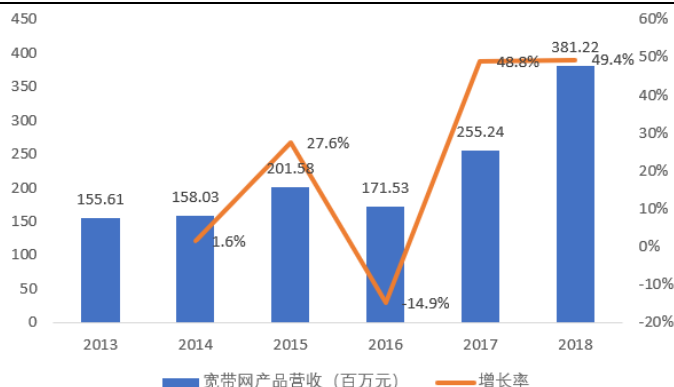
加速卡

又称智能网卡,该卡自带 CPU,将报文分类过滤工作下移到网卡硬件中实现,用于应用系统的服务器上,完成网络数据包报文捕获、报文分析、规则匹配等工作。

资料来源:招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

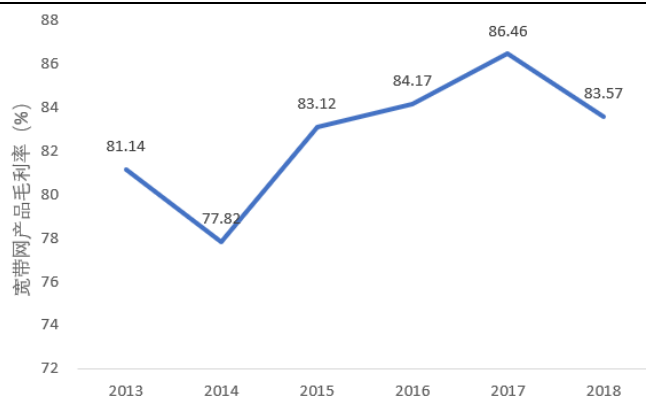
公司宽带网产品的收入增速与毛利率均维持在高位。当前,国内骨干网系统建设以 100G OTN 为主,100G 骨干网的建设高峰从 2013 年开始,建设至 2016 年,三大运营商的 100G 骨干网络逐渐完善,并朝本地网扩张。公司宽带网产品多面向政府部门,并且部分领域存在资质壁垒,竞争优势较为明显。过去几年,受益于行业的高景气度,公司收入增速和毛利率均维持在较高水平。

图 15、2013-2018 宽带网产品营收及增长率



资料来源:wind、兴业证券经济与金融研究院整理

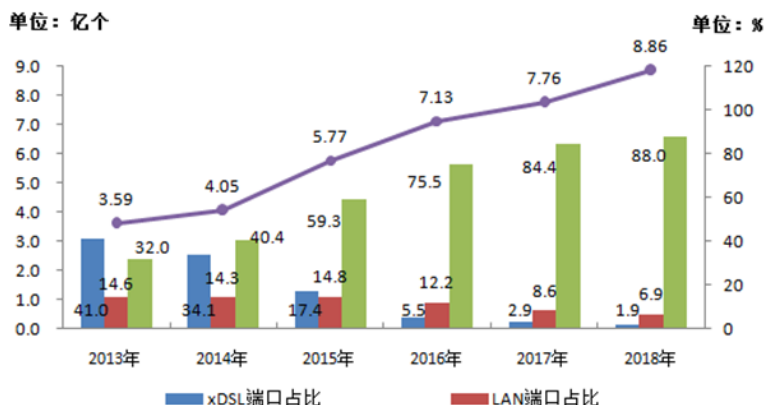
图 16、2013-2018 宽带网产品毛利率



资料来源:wind、兴业证券经济与金融研究院整理

未来,骨干网建设将面临升级需求,400G 是大势所趋。一方面,接入网建设倒逼骨干网升级,截止 2018 年 12 月底,国内 100M 光纤接入用户渗透率从 2017 年 38.9%提升至 70.3%,互联网宽带接入端口数量达到 8.86 亿个,比上年末净增 1.1 亿个,接入网用户数量及网速提升明显,对骨干网的带宽提出更高要求。

图 17、2013-2018 年互联网宽带接入端口发展情况

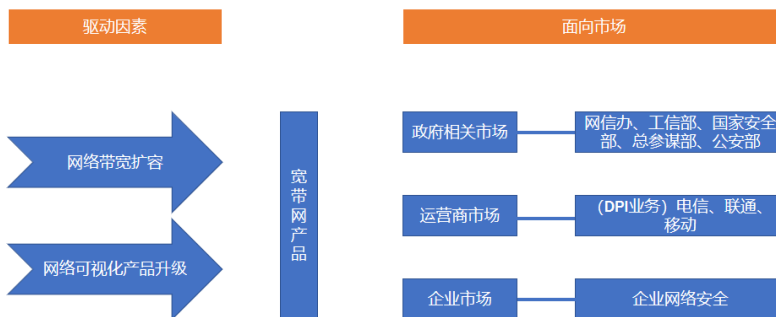


资料来源：工信部、兴业证券经济与金融研究院整理

另一方面，随着云计算的兴起，数据中心以及超大规模数据中心的大量涌现，为部署 400G 提供了重要驱动，当前运营商已经开始探索 400G OTN 的建设。中国移动 2017 年明确将双载波 400G 纳入省内采集招标，2018 年完成单载波 400G OTN 实验室测试，推进商业化进程。中国联通则已分别在山东和新疆完成了多系统多光纤网 400G 系统验证和陆地长期运行性能研究。中国电信也在探索 400G 的商用。

根据中新赛克历史产品价格，100G 单板处理流量能力是 10G 单板的 10 倍，价格约为 10G 单板的 8 倍左右，400G 产品的升级换代有望推动公司宽带网产品量价齐升，市场有望加速扩张。

图 18、公司宽带网产品驱动因素和面向市场



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

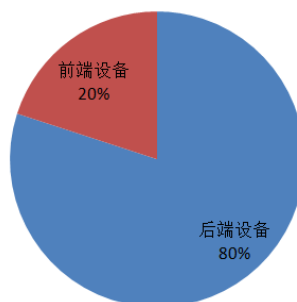
三、后端设备：更广阔蓝海市场，产品布局完备

公司依托前端的网络可视化基础架构产品的领先优势，不断拓展至下游应用领域，研发并生产销售后端的网络内容安全产品和大数据运营产品。后端设备市场空间是前端设备市场的 4 倍，目前公司的网络内容安全产品和大数据运营产品已经具备较强的竞争力，随着国内外市场拓展初具成效，发展空间较大。

3.1 后端设备市场 4 倍于前端设备，成长空间更广阔

公司在前端硬件设备占据领先地位的背景下，利用前后端一体化的优势，发力更广阔的后端设备市场。根据智研咨询预计，网络可视化市场 2018 年市场规模 199.89 亿元，其中前后端市场占比 2:8，意味着后端市场是前端的 4 倍。同时从产业链梳理，后端市场包括大数据分析平台、行业大数据分析产品、网络内容安全产品及其他软件应用产品，产品种类更加丰富，未来数据挖掘程度持续加深，市场规模有望持续增加。

图 19、网络可视化市场前后端占比预测



资料来源：智研咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 产品布局已经较为完备，正成为公司增长新引擎

公司目前在后端已经布局了包括网络内容安全产品、大数据运营产品在内产品，并成了一定规模的营业收入。2018 年，公司网络内容安全产品实现营收 5436 万元，同比增长 133%；大数据运营产品实现营收 1737 万元，同比增长 244%。后端设备以远超公司整体增速的步伐发展，正成为又一增长引擎。

网络内容安全产品：提供内容深度智能分析和协议识别等功能，公司网络内容安全产品又可细分为基础版，增强版和智能版。

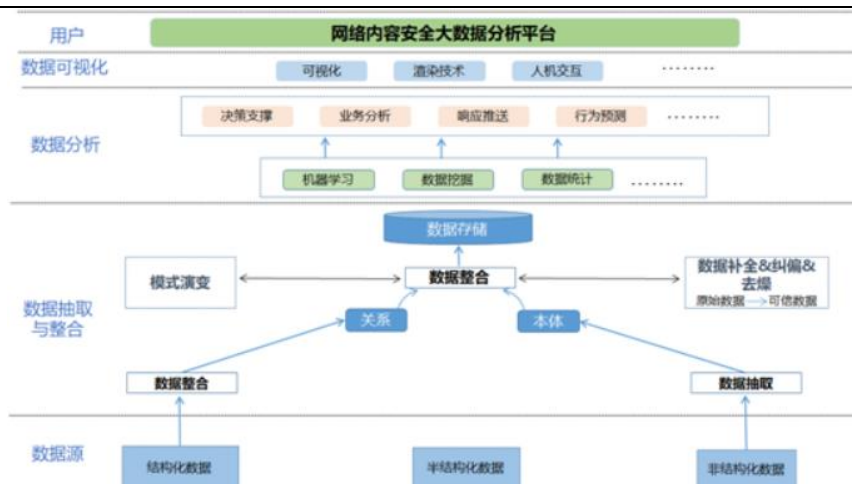
表 5、网络内容安全产品

产品名称	用途及功能特点
网络内容安全产品	属于信息安全领域范畴，采用内容深度智能分析和协议识别等技术，提供全面精细的网页过滤、敏感信息监控、全程网络行为监管，实现动态、多层次的网络内容安全管理，达到净化网络环境、规范网络行为和维护国家安全的目的。产品广泛应用于政府机构、电信运营商、企事业单位等用户。本产品包含网络内容安全产品管理子系统、互联网明文协议解析子系统、互联网加密协议解析子系统和互联网内容审计和管理子系统等。
	基础版
	增强版
	智能版

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

以其代表产品网络内容安全大数据分析平台为例：整个系统包括数据采集、数据预处理、数据存储和分析、数据应用、业务可视化展现五个层级。五个层级环环相扣，最终形成事前可预判、事中可响应、事后可挖掘的大数据应用系统。

图 20、网络内容安全大数据分析平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

其中，数据采集层主要面向多元化数据，对各类独立系统数据均进行标签处理并分级入库；数据预处理层区分不同类型数据，进行去异常、去重、流式处理；数据存储和分析层实现大容量数据 TB、PB 级快速入库，快速分级分布存储与分析。数据应用层通过点、面结合的方式，构建基于多数据融合的时空立体化架构，实现数据的多源整合、多轨联控、多维分析，通过多源数据融合挖掘数据的最大价值；业务可视化展现层利用计算机图形学和图像处理技术，进行三维地图立体展现、动态大屏实时呈现。

大数据产品： 公司的大数据运营产品主要包括：大数据基础软件系统、行业大数据分析系统和基于 ARM 存储硬件设备产品，主要应用于政府和企事业单位。

表 6、大数据运营产品

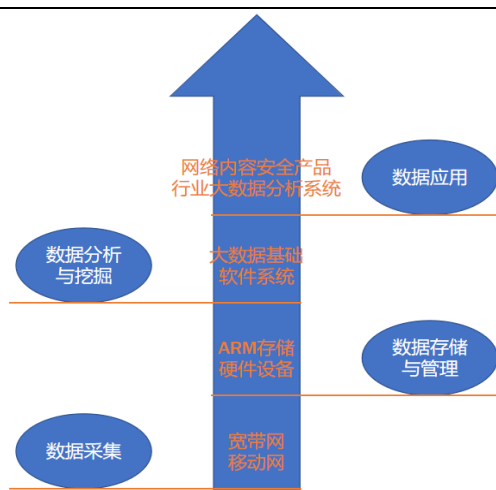
产品名称	用途及功能特点
大数据基础软件系统	提供大数据核心引擎，实现海量数据的存储、计算、检索等功能，服务于有集成大数据引擎需求的客户。根据客户不同的需求，大数据基础软件系统可运行于 x86、ARM、 RISC 等系列通用服务器和存储设备中。
行业大数据分析系统	是一种大数据运营领域应用系统,基于大数据基础软件系统的丰富能力，结合不同行业的需求和应用场景，实现不同行业的数据存储、数据分析、数据挖掘等应用，使得 不同行业的大数据所有者能便捷地存储、分析、挖掘自己的数据，快速、高效实现数据价值
基于 ARM 存储硬件设备产品	为海量存储的新一代存储硬件,可结合自主研发的分布式存储系列大数据基础软件形成软硬件结合一体机解决方案，用于大容量数据存储应用场景,利用 ARM 架构处理器的技术优势，具有高密度、高性价比、低功耗等特点，可提供大容量、高可靠、低 TCO 的完整存储解决方案，产品应用于各行业的数据存储、云计算、大数据分析等业务。

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年，公司成立了数据分析及人工智能团队，研发了大数据态势感知产品、针对多数据源及多数据类型的数据治理产品等，在相关政府领域已经得到一定规模的应用。针对公安行业大数据快速发展的需求，公司持续优化综合信息采集分析系统，在全国实现广泛的应用。

2019 年 5 月，公司在数博会重点推出了基于大数据平台的“观海智慧警务平台”与“星河 Salaxy”工业安全解决方案。“观海”平台是中新赛克结合十多年对公安业务理解与建设经验，推出的综合作战系统。支持数据无限拓展，平台化建设等，集维稳、合成作战、情报指挥作战等于一身。“星河”则包含软硬件一体化的工业智能采集探针、工业防火墙、工业互联网安全态势感知平台、能够帮助企业与监管部门加强风险预知、攻击防御、应急响应等能力。此外，公司还展出了用于智能化数据检索的“数据雷达”、智慧审计、大数据租赁等多项大数据应用产品。

图 21、中新赛克数据可视化产业链布局

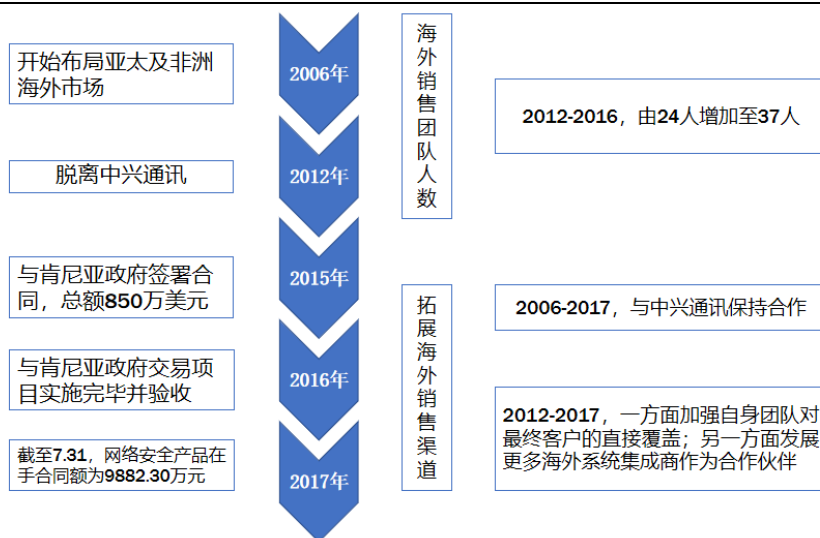


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 海外市场拓展已入正轨，国内市场发力初崭头角

公司前期网络内容安全产品主要面向海外销售，因此收入主要来源于海外。回顾整个发展历程：在中兴通讯体内的阶段，公司主要依托母公司海外客户资源开展市场推广。2012 年，公司脱离中兴通讯后，加大了海外销售和客户服务团队的建设力度，2012 年至 2016 年，海外市场销售团队人员数量由 24 人增加至 37 人，同时在海外目标市场国家设置了销售片区，覆盖东亚、南亚、北非、东非、南非等多个区域目标国家市场，并辐射周边国家，提高对目标市场国家最终用户的直接覆盖和服务能力。

图 22、网络内容安全业务发展概况

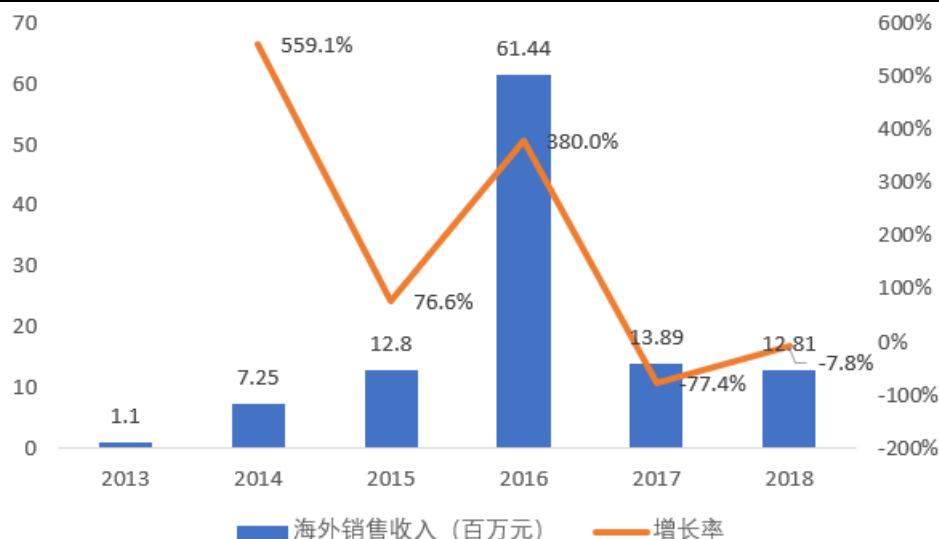


资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

公司海外市场拓展已经取得一定成效，在东非、北非、西非和东南亚等区域与客

户建立了合作关系，网络内容安全产品实现了向海外客户的直接销售。2016 年海外销售收入一度达到 6143.88 万元，但是海外订单存在确认周期长，订单体量波动较大的问题，因此公司海外收入存在波动。随着公司在海外的持续拓展，未来海外收入占比有望持续提升。

图 23、2013-2018 公司海外销售收入及增长率



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

目前公司开始在国内探索网络内容安全产品及大数据运营产品的推广销售。由于公司在国内宽带网和移动网产品均具有一定份额，公司在国内发展后端业务具有前后端一体化的优势，2018 年，基于互联网流量特征的变化，公司宽带网产品采用深度报文检测技术并与大数据运营产品结合创新性地推出了 DFX+态势感知方案，降低客户资本支出，提高资源利用效率，迅速占据行业的制高点。

基于公司在国内积累的渠道和客户，公司网络内容安全产品与大数据运营产品互相协同，在国内的行业细分应用和综合分析系统应用上把握了市场机会，目前也取得规模的市场业绩。未来公司一方面丰富产品线，提升产品竞争力，另一方面继续做大海外市场，发力国内市场，有助于推动公司后端业务实现快速增长，构建更加强有力的竞争壁垒。并且由于后端业务较高的毛利率，后端业务在整体业务中占比的提升，也有助于提升公司整体盈利能力。

四、盈利预测与投资建议

假设公司 2019-2021 年营业收入增速为 35.9%、34.4%、36.6%；净利润增速为 36.8%、37.1%、36.9%。看好公司在网络可视化的龙头地位，技术升级叠加政策加码将驱动公司前端业务实现较快发展，后端业务基数较小，增速更高，其占比的提升有助于提升公司整体盈利能力，对其核心财务指标进行预测：

表 7、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	691	939	1262	1724
同比增长	38.9%	35.9%	34.4%	36.6%
净利润(百万元)	205	280	384	526
同比增长	54.7%	36.8%	37.1%	36.9%
毛利率	78.7%	79.9%	80.3%	80.6%
净利率	29.6%	29.8%	30.4%	30.5%
每股收益(元)	1.92	2.62	3.60	4.93
每股经营现金流(元)	2.12	4.61	3.96	5.29
市盈率	44.1	32.2	23.5	17.2
市净率	7.0	6.0	5.0	4.1

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

基于上述假设和预测，我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润预测为 2.80/3.84/5.26 亿元，对应 EPS 为 2.62/3.60/4.93 元，给与“审慎增持”评级。

五、风险提示

- 1、业绩不及预期的风险;
- 2、市场竞争加剧风险;
- 3、政策变动的风险;

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1841	2264	2879	3713
货币资金	1071	1547	1946	2471
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	344	328	441	602
其他应收款	10	13	17	24
存货	228	292	384	518
非流动资产	294	294	265	245
可供出售金融资产	11	11	11	11
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	71	107	114	105
在建工程	98	49	25	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	29	28	27	25
资产总计	2134	2558	3144	3958
流动负债	825	1047	1339	1758
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	80	103	135	182
其他	745	944	1204	1576
非流动负债	15	7	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	15	7	11	11
负债合计	840	1053	1350	1769
股本	107	107	107	107
资本公积	539	539	539	539
未分配利润	611	797	1053	1404
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1294	1505	1794	2190
负债及权益合计	2134	2558	3144	3958

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	205	280	384	526
折旧和摊销	12	15	20	23
资产减值准备	28	2	22	32
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-3	-54	-72	-91
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	42	273	55	77
经营活动产生现金流量	226	492	423	564
投资活动产生现金流量	-111	-1	-1	-1

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	691	939	1262	1724
营业成本	147	189	249	335
营业税金及附加	18	19	25	34
销售费用	163	188	252	345
管理费用	56	282	379	517
财务费用	-26	-54	-72	-91
资产减值损失	28	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	221	306	419	574
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	223	305	419	574
所得税	19	25	35	48
净利润	205	280	384	526
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	280	384	526
EPS (元)	1.92	2.62	3.60	4.93

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	38.9%	35.9%	34.4%	36.6%
营业利润增长率	56.1%	38.5%	37.1%	36.9%
净利润增长率	54.7%	36.8%	37.1%	36.9%
盈利能力				
毛利率	78.7%	79.9%	80.3%	80.6%
净利率	29.6%	29.8%	30.4%	30.5%
ROE	15.8%	18.6%	21.4%	24.0%

偿债能力

资产负债率	39.4%	41.2%	42.9%	44.7%
流动比率	2.23	2.16	2.15	2.11
速动比率	1.94	1.87	1.85	1.80

营运能力

资产周转率	36.6%	40.0%	44.3%	48.6%
应收帐款周转率	242.1%	244.0%	286.7%	288.7%

每股资料(元)

每股收益	1.92	2.62	3.60	4.93
每股经营现金	2.12	4.61	3.96	5.29
每股净资产	12.12	14.10	16.81	20.52

融资活动产生现金流量	-50	-15	-23	-39					
现金净变动	69	476	400	525	估值比率(倍)				
现金的期初余额	983	1071	1547	1946	PE	44.1	32.2	23.5	17.2
现金的期末余额	1052	1547	1946	2471	PB	7.0	6.0	5.0	4.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn